

ZEW Finanzmarktreport

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

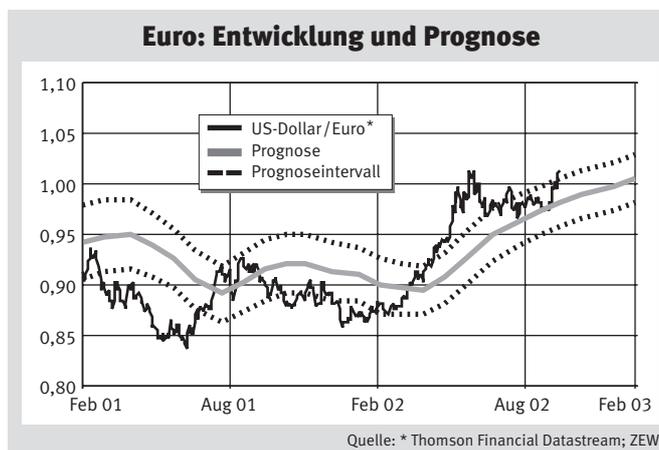
Jahrgang 11 · Nr. 12 · Dezember 2002

Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Prognosen wichtiger internationaler Finanzmarktdaten befragt. Die Ergebnisse der Umfrage vom 28.10. – 12.11.02 (Redaktionsschluss 15.11.02) werden im vorliegenden ZEW-Finanzmarktreport wiedergegeben. Zur Ermittlung der Prognosewerte werden die qualitativen Antwortkategorien („steigen“, „gleichbleiben“, „fallen“) mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson/Parkin Methode) in quantitative Werte transformiert.

Euroraum: Deutsche Konjunktur lahmt weiter

Die Konjunkturerwartungen für Deutschland brechen im November deutlich stärker ein als diejenigen für den Euroraum insgesamt. Mit per Saldo vier Prozent übersteigt die Zahl der Optimisten für die deutsche Wirtschaft nur noch knapp die der Pessimisten. Negative Werte sind in der Vergangenheit oftmals mit konjunkturellen Schwächen einhergegangen – insofern hat sich die Rezessionsgefahr erhöht. Für den Euroraum steht der Saldo mit 24 Prozent noch deutlich im positiven Bereich. Zwei Gründe werden auf den Finanzmärkten für das schlechtere Abschneiden Deutschlands angeführt. Zum einen muss sich die Europäische Zentralbank notwendigerweise auf die Entwicklungen im gesamten Euroraum konzentrieren. Als zweiter Belastungsfaktor für die deutschen Konjunkturaussichten wird vermehrt die Unsicherheit über den künftigen Kurs der deutschen Wirtschaftspolitik angesehen.

Erstaunlich ist derzeit, dass trotz der negativen Meldungen die Aktienmärkte relativ stabil geblieben sind. Auch die Erwartungen der Analysten für die Börsen sind durchaus positiv: Bis Februar 2003 sehen die befragten Experten ein Niveau von rund 3.350 Punkten für den Deutschen Aktienindex. Positiv schlägt bei der Börsen-

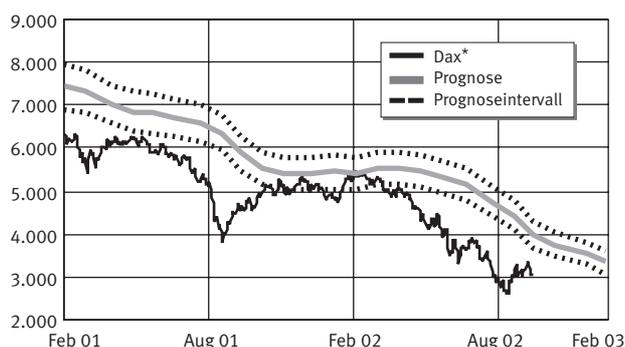


einschätzung die Erwartung einer sinkenden Inflationsrate im Euroraum zu Buche. Dies könnte die EZB veranlassen, die Kurzfristzinsen bald zu senken, wie dies von den Finanzanalysten schon seit längerem prognostiziert wird. Derzeit erwarten sie bis Februar eine Zinssenkung um 25 Basispunkte.

Interessant ist ein Blick auf die Einschätzung der Entwicklung der einzelnen Branchen in Deutschland. Äußerst skeptisch äußern sich die Analysten etwa zu den Aussichten für die deutsche Bauindustrie, die nach ihrer Ansicht wohl noch länger in der Talsohle verbleiben wird. Übergewichten demgegenüber sollten Anleger gemäss den Analysten defensive Titel, wie etwa Aktien aus dem Versorgerbereich. Auch der Chemie- und Pharmabranche werden Verbesserungen bei der Ertragslage auf Sicht von sechs Monaten zugetraut.

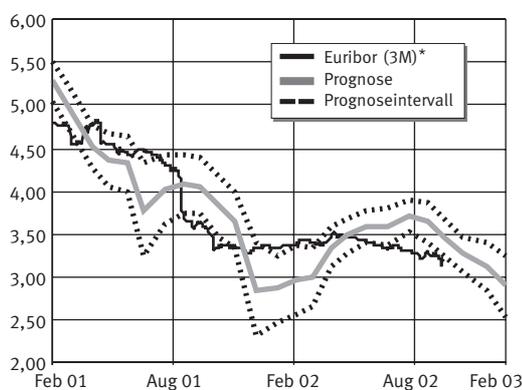
Für den Devisenmarkt wird erstmals seit langer Zeit prognostiziert, dass der Euro sich oberhalb der Parität zum US-Dollar behaupten kann. Analysten zufolge spielt hierfür die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa derzeit eine wichtige Rolle: Anleger sichten demnach ihre Anlagen in den Euroraum um und profitieren dort von höheren Zinsen am kurzen Ende. ◀ Felix Hüfner

Dax: Entwicklung und Prognose



ECB-Watch: Geldpolitischer Spielraum

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



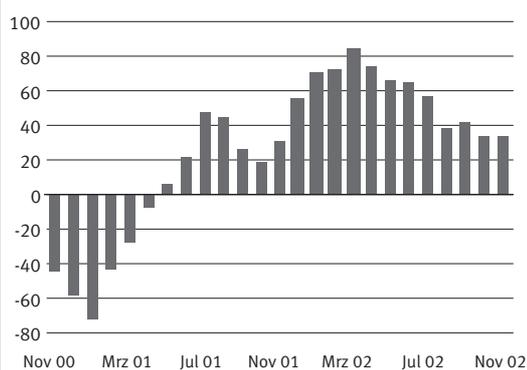
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Neben der kräftigen Zinssenkung der Fed ist es vor allem der Absturz der Konjunkturerwartungen für Deutschland, der die Zinshoffnungen nährt: Die Konjunkturerwartungen sind im November um 19,2 Punkte gefallen. Die EZB kann und soll sich zwar mit ihren Handlungen nicht an der Konjunkturerwartung einzelner Mitgliedstaaten orientieren. Die politikverursachte deutsche Wirtschaftsmisere schlägt aber nun auch erkennbar auf die Wachstumsmöglichkeiten der Eurozone

durch: Die Konjunkturerwartungen für die Eurozone habe sich – wenn auch moderater als für Deutschland – negativ entwickelt. Unabhängig von der leidigen Frage, ob die EZB nun Konjunktursteuerung betreiben soll oder nicht, lässt die düstere Perspektive die geldpolitischen Ampeln auf grün springen: Geringes Wachstum steht für nicht ausgelastete Kapazitäten und damit fallende Preise. Tatsächlich sinken die Inflationserwartungen für die Eurozone weiter. ◀ *Dr. Friedrich Heinemann*

USA: Konjunkturerwartungen weiter im grünen Bereich

Konjunkturerwartungen USA



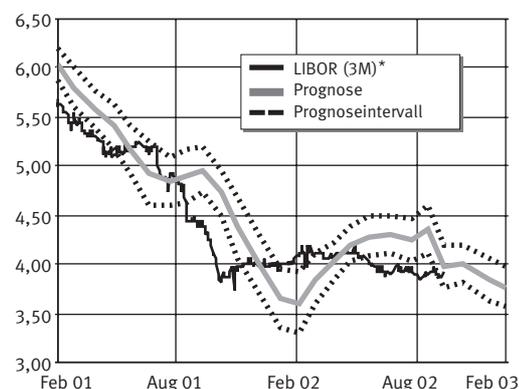
Saldo der positiven und negativen Einschätzungen bezüglich der Konjunkturlage in den USA in sechs Monaten. Quelle: ZEW

Obwohl die weltpolitische Lage angespannt ist und ein Irak-Krieg jederzeit möglich erscheint, nimmt der Konjunktur-optimismus der Analysten im November nicht ab. Wie schon im Vormonat glauben jeweils etwa 45 Prozent von ihnen an einen Konjunkturaufschwung beziehungsweise an eine konjunkturelle Seitwärtsbewegung. Wegen der im Ernstfall immensen Kriegskosten hätten die Analysten ihre Konjunkturerwartungen zurücknehmen können. Anscheinend hat sich aber die

deutliche Leitzinssenkung um 50 Basispunkte stabilisierend auf die Konjunkturerwartungen ausgewirkt. Vor der Zinssenkung hatten die Analysten ihre Konjunkturerwartungen heruntergeschraubt, danach aber deutlich erhöht. Die Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Entwicklung der Aktienmärkte weisen eine ähnliche Entwicklung auf. Rund 64 Prozent der Analysten erwarten nun steigende Aktienkurse. Sie sehen den Dow Jones in drei Monaten bei gut 9.000 Punkten. ◀ *Volker Kleff*

Großbritannien: Zinssenkungspotenzial wächst

Geldmarkt: Entwicklung und Prognose



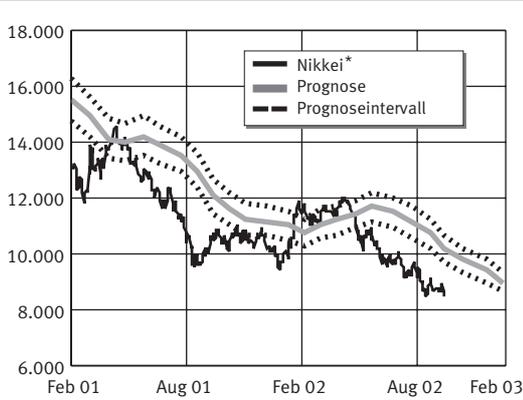
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Die überraschend deutliche US-Zinssenkung hat sich auch auf die Erwartungen der Analysten für den britischen Markt ausgewirkt. Mehr als jeder Dritte erwartet nun auch eine Zinssenkung der Bank of England in den nächsten sechs Monaten. Vor zwei Monaten waren nur gut zehn Prozent dieser Ansicht. Zur Konjunkturbelebung wären niedrigere Zinsen durchaus hilfreich, da sich der Abwärtstrend bei den Konjunkturerwartungen der Analysten auch im November fortsetzt. Inflationsbefürch-

tungen sind zur Zeit hingegen nicht aktuell. Mittelfristig sehen mehr Analysten sinkende als steigende Inflationsraten. Insofern sind die Zinserwartungen der Analysten gut begründet. Selbst die Erwartungen für die weitere Pfund-Entwicklung würden ins Bild passen. Immer weniger Finanzanalysten erwarten eine Abwertung des Pfunds gegenüber dem Euro. Dies senkt die Gefahr eines Inflationsimports und könnte ebenfalls eine Zinssenkung unterstützen. ◀ *Volker Kleff*

Japan: Vorerst keine Trendwende

Nikkei: Entwicklung und Prognose



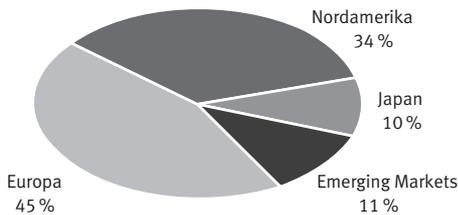
Quelle: * Thomson Financial Datastream; ZEW

Der Nikkei befindet sich seit Frühjahr 2000 in einem langfristigen Abwärtstrend. Ob Investoren endlich Hoffnung schöpfen können, ist weiter ungewiss. Die Analysten glauben jedenfalls noch nicht an eine Trendwende in den nächsten sechs Monaten. Der Anteil der Optimisten bröckelt auf knapp 45 Prozent nach 55 Prozent noch vor zwei Monaten ab. Nur noch knapp 9.000 Punkte werden dem Nikkei mittelfristig auf Basis des derzeitigen Niveaus zugetraut. Immerhin konnten

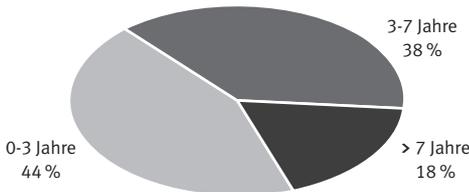
sich die Konjunkturerwartungen leicht verbessern. Es erwarten nun fast 80 Prozent der Experten keine weitere Verschlechterung der Wirtschaftslage. Positiv zu werten ist etwa die Tatsache, dass der Kurs der Regierung gegenüber den Banken härter wird. Ab April 2003 sollen die Banken eine neue Methode zur besseren Identifikation von faulen Krediten anwenden. Zudem sollen Steuerentkennungen und eine noch expansivere Geldpolitik die Konjunktur stützen. ◀ *Volker Kleff*

Sonderfrage: Portfolioaufteilung für 2003

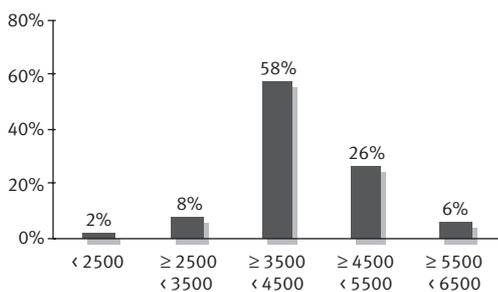
Wie würden Sie für 2003 ein Aktienportfolio auf folgende Regionen aufteilen ?



Wie würden Sie in einem deutschen Rentenportfolio die Laufzeiten gewichten ?



Welchen Stand wird der Dax Ende nächsten Jahres erreichen ?



Gesamtzahl der Antworten: 258

Quelle: ZEW

Auf dem derzeitigen Niveau der Aktienmärkte scheint eine Geldanlage in Aktien durchaus sinnvoll zu sein. Die befragten Analysten bevorzugen zurzeit, wohl wegen der günstigen Bewertung, den europäischen Markt. Knapp 45 Prozent eines Aktieninvestments sollte man dort vornehmen. Skeptischer sind die Experten für den sonst so stark propagierten nordamerikanischen Markt. Hier seien die Bewertungsniveaus immer noch recht hoch, so dass die Kurssteigerungschancen begrenzt seien. Etwa 35 Prozent der Anlagemittel, die für Aktien vorgesehen sind, sollte man hier investieren. Mit jeweils etwa zehn Prozent sind die Anteile, die in Japan und den Emerging Markets investiert werden sollten, ungewöhnlich hoch. Überraschend sind sie aber nicht. Japan könnte in 2003 tatsächlich zu einem Turnaround-Kandidaten werden, so wie es viele Stimmen schon seit Jahren prognostizieren. Die Bankenkrise in Japan könnte mit den jetzt vorgestellten Konzepten tatsächlich abgeschüttelt werden. Zudem reagieren die Emerging Markets traditionell sehr konjunktursensibel und könn-

ten von einer bevorstehenden weltweiten Konjunkturerholung, so sie denn eintritt, am stärksten profitieren. Der deutsche Aktienmarkt erscheint den Analysten im Jahre 2003 allen Widrigkeiten zum Trotz als attraktive Investition. Im Durchschnitt erwarten sie einen Dax-Stand am Ende des nächsten Jahres von 4.150 Punkten. Bezogen auf den aktuellen Dax-Stand von 3.000 Punkten wäre dies eine Steigerung um immerhin fast 40 Prozent. Die Unsicherheit dieser Prognose ist jedoch nicht unerheblich. Die Einzelprognosen reichen von 1.800 Punkten bis 6.500 Punkten. Insgesamt scheinen aber die Chancen die Risiken zu überwiegen. Anlegern, die das Risiko einer Aktienanlage scheuen, raten die Analysten kurz- und mittelfristig laufende Anleihen überzugewichten. Kurzfristig könnte die erwartete Zinssenkung der EZB zwar besonders langlaufenden Anleihen Kursgewinne bescheren, doch sind langfristig wegen des historisch niedrigen Zinsniveaus Kursverluste zu erwarten. Der anziehende Goldpreis macht die Analysten skeptisch. ◀ *Volker Kleff*

ZEW - Finanzmarkttest November 2002: Belegung der Antwortkategorien

Konjunktur (Situation)	gut	normal	schlecht	Saldo
Euroraum	0.0 (+/-0.0)	24.4 (-2.5)	75.6 (+2.5)	-75.6 (-2.5)
Deutschland	0.0 (+/-0.0)	5.9 (-3.6)	94.1 (+3.6)	-94.1 (-3.6)
USA	0.7 (-0.9)	40.1 (-5.1)	59.2 (+6.0)	-58.5 (-6.9)
Japan	0.3 (+0.3)	3.4 (-0.5)	96.3 (+0.2)	-96.0 (+0.1)
Großbritannien	4.9 (+1.2)	66.4 (+0.1)	28.7 (-1.3)	-23.8 (+2.5)
Frankreich	0.0 (-0.7)	28.1 (-5.8)	71.9 (+6.5)	-71.9 (-7.2)
Italien	0.0 (-0.7)	19.5 (-2.8)	80.5 (+3.5)	-80.5 (-4.2)
Konjunktur (Erwartungen)	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Euroraum	32.7 (-10.1)	58.8 (+10.1)	8.5 (+/-0.0)	24.2 (-10.1)
Deutschland	24.1 (-11.4)	56.0 (+3.6)	19.9 (+7.8)	4.2 (-19.2)
USA	44.1 (-1.3)	46.4 (+2.6)	9.5 (-1.3)	34.6 (+/-0.0)
Japan	15.6 (-1.2)	79.3 (+3.0)	5.1 (-1.8)	10.5 (+0.6)
Großbritannien	20.5 (-5.2)	68.4 (+8.5)	11.1 (-3.3)	9.4 (-1.9)
Frankreich	27.6 (-12.6)	61.7 (+13.0)	10.7 (-0.4)	16.9 (-12.2)
Italien	27.7 (-11.1)	61.9 (+11.2)	10.4 (-0.1)	17.3 (-11.0)
Inflationsrate	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	11.1 (-0.6)	58.3 (-7.5)	30.6 (+8.1)	-19.5 (-8.7)
Deutschland	11.4 (-4.4)	60.3 (-2.7)	28.3 (+7.1)	-16.9 (-11.5)
USA	19.1 (-2.6)	67.1 (+1.5)	13.8 (+1.1)	5.3 (-3.7)
Japan	9.4 (-3.3)	83.9 (+3.3)	6.7 (+/-0.0)	2.7 (-3.3)
Großbritannien	9.4 (-7.1)	75.3 (+5.7)	15.3 (+1.4)	-5.9 (-8.5)
Frankreich	8.9 (-3.1)	63.8 (-2.9)	27.3 (+6.0)	-18.4 (-9.1)
Italien	9.6 (-4.1)	63.8 (-0.1)	26.6 (+4.2)	-17.0 (-8.3)
Kurzfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Euroraum	7.4 (-2.4)	31.1 (-13.2)	61.5 (+15.6)	-54.1 (-18.0)
USA	8.9 (-2.5)	62.7 (+7.0)	28.4 (-4.5)	-19.5 (+2.0)
Japan	3.4 (-0.2)	93.8 (+0.3)	2.8 (-0.1)	0.6 (-0.1)
Großbritannien	5.9 (-6.0)	57.5 (-5.8)	36.6 (+11.8)	-30.7 (-17.8)
Langfristige Zinsen	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Deutschland	36.3 (-8.2)	45.8 (+6.7)	17.9 (+1.5)	18.4 (-9.7)
USA	44.4 (-3.3)	45.1 (+5.4)	10.5 (-2.1)	33.9 (-1.2)
Japan	20.6 (-4.0)	77.7 (+5.6)	1.7 (-1.6)	18.9 (-2.4)
Großbritannien	31.5 (-7.7)	55.2 (+5.5)	13.3 (+2.2)	18.2 (-9.9)
Frankreich	38.4 (-6.8)	45.5 (+4.7)	16.1 (+2.1)	22.3 (-8.9)
Italien	38.5 (-7.5)	45.0 (+5.4)	16.5 (+2.1)	22.0 (-9.6)
Aktienkurse	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
STOXX 50 (Euroraum)	66.2 (-3.6)	23.4 (+2.6)	10.4 (+1.0)	55.8 (-4.6)
DAX (Deutschland)	66.4 (-2.8)	22.3 (+2.0)	11.3 (+0.8)	55.1 (-3.6)
NEMAX 50 (Deutschland)	48.8 (+3.8)	35.0 (+2.9)	16.2 (-6.7)	32.6 (+10.5)
Dow Jones Industrial (USA)	63.9 (+0.2)	25.1 (+0.6)	11.0 (-0.8)	52.9 (+1.0)
Nikkei 225 (Japan)	44.3 (-5.8)	47.5 (+6.8)	8.2 (-1.0)	36.1 (-4.8)
FT-SE-100 (Großbritannien)	62.1 (-3.0)	30.2 (+5.4)	7.7 (-2.4)	54.4 (-0.6)
CAC-40 (Frankreich)	65.5 (-1.2)	24.6 (+2.6)	9.9 (-1.4)	55.6 (+0.2)
MIbtel (Italien)	62.9 (-4.0)	26.4 (+3.8)	10.7 (+0.2)	52.2 (-4.2)
Wechselkurse zum Euro	aufwerten	nicht verändern	abwerten	Saldo
Dollar	17.9 (+4.5)	47.2 (-0.6)	34.9 (-3.9)	-17.0 (+8.4)
Yen	7.6 (+1.5)	43.8 (-0.8)	48.6 (-0.7)	-41.0 (+2.2)
Brit. Pfund	7.2 (-1.7)	59.0 (+9.3)	33.8 (-7.6)	-26.6 (+5.9)
Schw. Franken	15.6 (+0.2)	66.7 (-0.5)	17.7 (+0.3)	-2.1 (-0.1)
Rohstoffpreis	erhöhen	nicht verändern	reduzieren	Saldo
Öl (Nordsee Brent)	21.2 (-8.1)	44.3 (+9.1)	34.5 (-1.0)	-13.3 (-7.1)
Branchen	verbessern	nicht verändern	verschlechtern	Saldo
Banken	18.6 (+3.4)	35.7 (+3.7)	45.7 (-7.1)	-27.1 (+10.5)
Versicherungen	21.1 (+1.3)	36.8 (+7.8)	42.1 (-9.1)	-21.0 (+10.4)
Fahrzeuge	14.7 (-3.4)	53.9 (-1.8)	31.4 (+5.2)	-16.7 (-8.6)
Chemie/Pharma	28.7 (-2.7)	59.4 (+0.8)	11.9 (+1.9)	16.8 (-4.6)
Stahl/NE-Metalle	21.1 (-4.4)	57.9 (+2.0)	21.0 (+2.4)	0.1 (-6.8)
Elektro	18.9 (-2.9)	62.9 (+4.8)	18.2 (-1.9)	0.7 (-1.0)
Maschinen	18.7 (-4.6)	57.5 (+6.6)	23.8 (-2.0)	-5.1 (-2.6)
Konsum/Handel	13.7 (-1.9)	38.6 (-4.3)	47.7 (+6.2)	-34.0 (-8.1)
Bau	6.9 (-4.8)	32.6 (-15.3)	60.5 (+20.1)	-53.6 (-24.9)
Versorger	21.9 (-2.9)	71.2 (+4.9)	6.9 (-2.0)	15.0 (-0.9)
Dienstleister	24.9 (+1.2)	62.0 (-1.8)	13.1 (+0.6)	11.8 (+0.6)
Telekommunikation	28.1 (+4.1)	56.0 (+7.6)	15.9 (-11.7)	12.2 (+15.8)
Inform.-Technologien	26.0 (+3.9)	56.2 (+6.9)	17.8 (-10.8)	8.2 (+14.7)

Bemerkung: An der November-Umfrage des Finanzmarkttests vom 28.10.-12.11.02 beteiligten sich 312 Analysten. Abgefragt wurden die Erwartungen für die kommenden 6 Monate. Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien, in Klammern die Veränderungen gegenüber den Vormonat. Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und der negativen Anteile.

Mittelfristige ZEW-Finanzmarktprognose November 2002

Anmerkung zum Prognoseverfahren:

Die angegebenen Prognosewerte stellen die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests vom November 2002 dar, in dem nach den Erwartungen bezüglich der mittelfristigen Veränderung der betrachteten Größen gefragt wird. An der Umfrage vom 28.10.-12.11.02 beteiligten sich 312 Analysten. Zur Ermittlung des Prognosewertes werden die qualitativen Antwortkategorien ("steigen", "gleichbleiben", "fallen") mit Hilfe eines speziellen Verfahrens (der Carlson/Parkin-Methode) in quantitative Werte transformiert. Der Basiswert dagegen entspricht einem gewichteten Durchschnitt der tatsächlichen Werte der betrachteten Größe während des Befragungszeitraumes. Zusätzlich zur Prognose wird die mittlere Abweichung vom Prognosewert, die Standardabweichung, in Klammern angegeben (Std. Abw.).

Weitere Informationen zum verwendeten statistischen Verfahren sind in Form einer ZEW-Kurzinformation erhältlich.

	Basis	Prognose	(Std. Abw.)
Inflationsrate			
Euroraum	2.1	2.0	(0.2)
Deutschland	1.3	1.2	(0.2)
USA	1.5	1.5	(0.2)
Japan	-0.7	-0.7	(0.1)
Großbritannien	2.1	2.0	(0.2)
Frankreich	1.8	1.7	(0.2)
Italien	2.6	2.5	(0.2)
Kurzfristige Zinsen (3-monatige Interbank-Rates)			
Euroraum	3.2	2.9	(0.3)
USA	1.1	1.0	(0.2)
Japan	0.1	0.1	(0.1)
Großbritannien	3.9	3.8	(0.2)
Langfristige Zinsen (Umlaufrendite langfristiger Staatsanleihen)			
Deutschland	4.5	4.6	(0.3)
USA	3.9	4.1	(0.3)
Japan	1.0	1.1	(0.1)
Großbritannien	4.6	4.7	(0.3)
Frankreich	4.6	4.7	(0.3)
Italien	4.8	4.9	(0.3)
Aktienkurse			
STOXX 50 (Euroraum)	2470	2640	(190)
DAX (Deutschland)	3120	3340	(260)
NEMAX 50 (Deutschland)	430	440	(30)
Dow Jones Industrial (USA)	8490	9010	(630)
Nikkei 225 (Japan)	8720	8970	(370)
FT-SE 100 (Großbritannien)	4030	4250	(230)
CAC-40 (Frankreich)	3090	3290	(230)
MIBtel (Italien)	17420	18440	(1240)
Wechselkurse (Fremdwährung je Einheit Euro)			
Dollar	1.00	1.01	(0.02)
Yen	121.40	123.10	(2.50)
Brit. Pfund	0.64	0.65	(0.01)
Schw. Franken	1.46	1.46	(0.02)
Öl (Spotpreis Nordsee Brent)			
Dollar je Barrel	24.40	23.70	(3.30)